



## インフレをコントロールする： 容易な選択肢はない

「ローレーション」期から緩やかなインフレ期へと移行する過程では、資産クラスのリターンにおけるばらつきの拡大が予想されます。これは投資家にとってポジティブであるものの、痛みを伴う可能性があると考えています。あなたのポートフォリオは備えができているでしょうか。

COVID-19パンデミックは、商品価格の急落に象徴されるように、総需要が供給以上に減少する中で、グローバル経済にディスインフレのショックをもたらしました。ソーシャル・ディスタンスなどの制限の緩和と需要が回復するに連れ、パンデミックや、これに関連した制約の影響を最も大きく受けたモノやサービスの価格、そしてコモディティ価格に反発が見られています。

この数か月の年間インフレ率の上昇は前々から注目されていたものの、市場予想を上回るペースであることから、この反発基調を投資家は見方の根拠として捉えるかもしれません。

ブルーベイでは、継続している財政及び金融支援の規模の大きさと全面的な経済再開によって、コンセンサス予想や期待よりも急速な経済成長と持続的に高いインフレがもたらされると考えています。

### より高水準かつ粘着性の強いインフレ

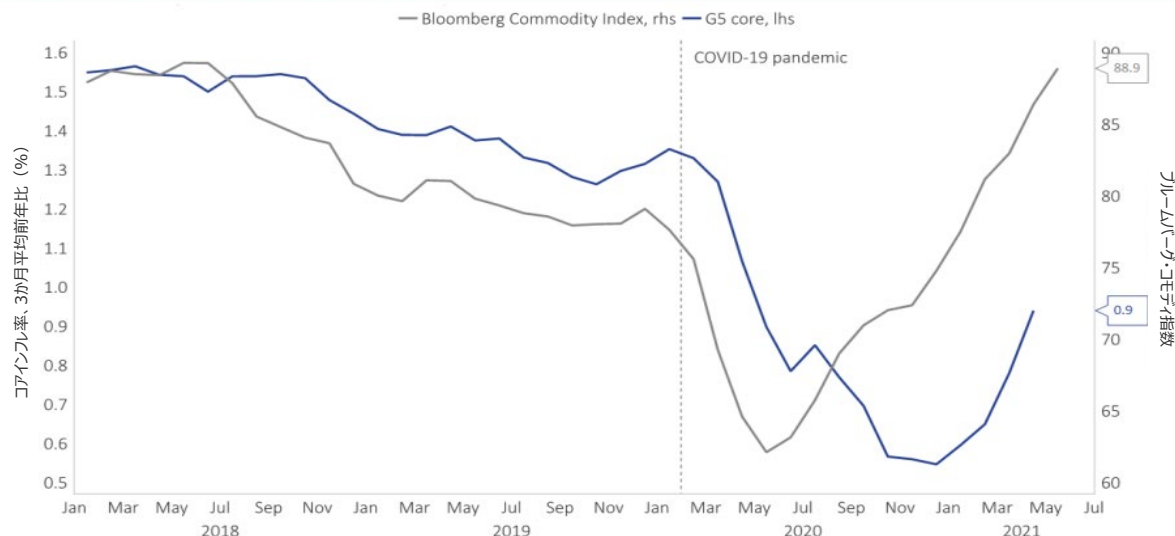
米国の総額5兆米ドルの財政支出を行い、グローバルパンデミックへの対応を主導したものの、短期的にインフレ率の上昇に直面しているのは米国のみではありません。欧州においても、2021年はインフレ率が急上昇するとみられており、総合インフレ率はユーロ圏及びドイツでそれぞれ、2.5%及び4%近辺で今年11月頃にピークを付けると予想されています。

2021年6月30日



デビッド・ライリー  
パートナー  
チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト

図1:パンデミックはデスイ nfler をもたらした



注：米国、中国、欧州圏、日本、英国のコアインフレ率の単純平均の推移。

出所：Macrobond, ブルームバーグ 直近のデータは2021年4月時点

その主因は、昨年比で見たベース効果と、一時的な付加価値税（VAT）減税の期限切れであるとみられますが、直近発表された市場予想を上回る購買担当者景気指数（PMI）は、4-6月期の経済回復が市場予想を上回る可能性のみならず、米国及び世界中における価格上昇の特徴である、供給面での制約によって価格圧力が高まる可能性があることを示唆していると考えられます。

また、供給が完全に回復し、パンデミック後の働き方や余暇の過ごし方の変化によって生まれた、より恒久的な需要パターンの変化に対応するには、想定以上の時間が掛かる可能性もあります。

ブルーベイでは、経済活動再開やベース効果の影響が薄れたとしても、予想よりも力強い景気回復において総需要が供給を上回ること、需給ギャップが中央銀行の想定よりも早く解消に向かい、インフレ圧力は高止まりするとみえます。

### インフレをコントロールする：容易な選択肢はない

インフレ・リスクが高まる中でポートフォリオを運用する投資家にとって、容易な選択肢はありません。

インフレの加速やインフレ水準の上昇、更に広範な成長及び政策環境は、資産の相対パフォーマンスに影響を及ぼします。

1970年代の持続的なインフレは、当時の弱い成長とも関連付けられ（スタグフレーション）、債券及びキャッシュの実質リターンはマイナスになりました。

インフレ率の上昇は、多くの投資ポートフォリオの根底となっている債券と株式リターンの負の相関を弱め、場合によっては反転させることにもつながります。コモディティ及び金は、1970年代のインフレ期にはヘッジ効果を発揮しましたが、より緩やかなインフレ上昇環境下において、金が効果的なヘッジとなることを示す十分な証拠はまだまだありません。

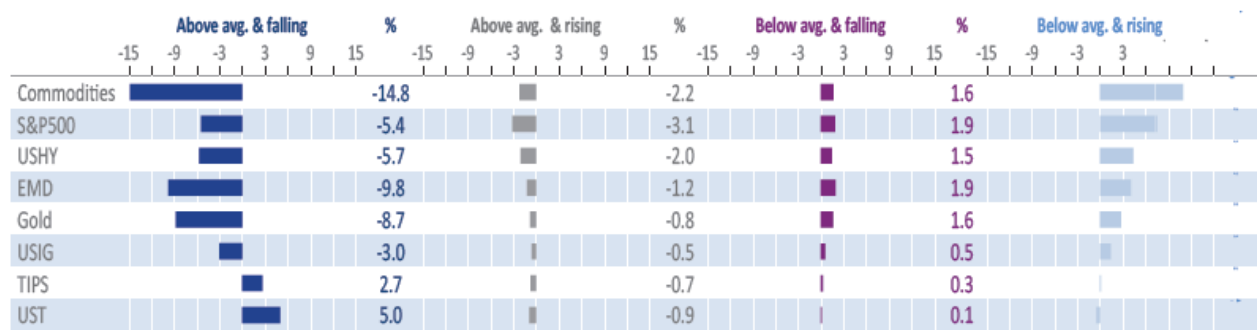
ドラマチックさには欠けるものの、投資家にとって重要な意味合いを持つのは、「ローフレーション」期から緩やかなインフレ期への移行です。グローバル金融危機以降の「ローフレーション」期は、インフレが持続的に中央銀行の目標を下回り、時として経済成長のわずかな減速に対してもデフレ懸念が台頭することで、無限の量的緩和（QE）（QE-infinity）と下限近辺の政策金利が正当化される状況によって特徴付けられます。

ブルーベイでは、「ローフレーション」期から緩やかなインフレ期への移行は、痛みを伴う可能性がありながらも、投資家にとってポジティブであると考えています。

デフレ懸念や中央銀行の流動性見通しをきっかけとした、グローバル金融市場におけるドラマチックかつ高相関の「リスク・オンとリスク・オフ」の

ブルーベイでは、「ローフレーション」期から緩やかなインフレ期への移行は、痛みを伴う可能性がありながらも、投資家にとってポジティブであると考えています。資産価格が主にファンダメンタルズや相対価値によって変動するとみられ、資産リターンの格差及びばらつきの拡大が予想されるためです。

図2：異なるインフレ環境下において、各資産クラスの長期平均リターンに対する12ヶ月フォワード・リターン



注：米国の5年平均CPIと比較し、インフレの12ヶ月指数移動平均の6ヶ月変化がプラス（上昇）かマイナス（低下）かで判断しています。データは1970年からの月次リターンを使用しています。EMDは1994年1月から、TIPSは1997年5月から、USHY & USIGは1998年3月から月次リターンを使用しています。出所：Macrobond、Bloomberg、ブルーベ이의計算に基づく、直近の実績データは2021年5月時点

動きよりも、資産価格が主にファンダメンタルズや相対価値によって変動するとみられ、資産リターンの格差及びばらつきの拡大が予想されるためです。

図2では、4つの異なるインフレ環境下における各資産の12ヶ月フォワード・リターンの中央値を示しています。

- ①5年平均を上回る水準からインフレが低下
- ②同水準からインフレが上昇
- ③5年平均を下回る水準からインフレが低下
- ④同水準からインフレが上昇

最も左側のシナリオ①と、最も右側のシナリオ④は、ビジネス・サイクルの後期及び初期の特徴的なパターンを示しています。足元の景気回復（サイクル初期）では、依然インフレ率が目標を下回るものの上昇基調にあり、コモディティや株式、エマーシング債を含む高利回り債などの成長敏感なリフレ資産が、デレートの長い「安全」資産をアウトパフォームする傾向にあります。またそのような環境下では、インフレ連動債（TIPS）が名目国債を上回るパフォーマンスとなる傾向があります。

インフレが平均を上回る水準から更に上昇傾向にある場合②には、資産が全般的に長期平均を下回るパフォーマンスとなります。やや意外にも映りますが、同計測期間では、インフレが平均を下回る水準からさらに低下している（③「ローレーション」）状況下で、金等他資産をアウトパフォームしています。これを踏まえると、金よりもむしろ、コモディティがインフレ上昇へのヘッジとしてより効果的であると言えます。

これは、変化する時代の中で考えるべき材料を与えてくれます。インフレリスクの上昇に備えて、あなたはポートフォリオをどのように準備していますか？

足元の景気回復（サイクル初期）では、依然インフレ率が目標を下回るものの上昇基調にあり、コモディティや株式、エマーシング債を含む高利回り債などの成長敏感なリフレ資産が、デレートの長い「安全」資産をアウトパフォームする傾向にあります。

## ディスクレームー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上